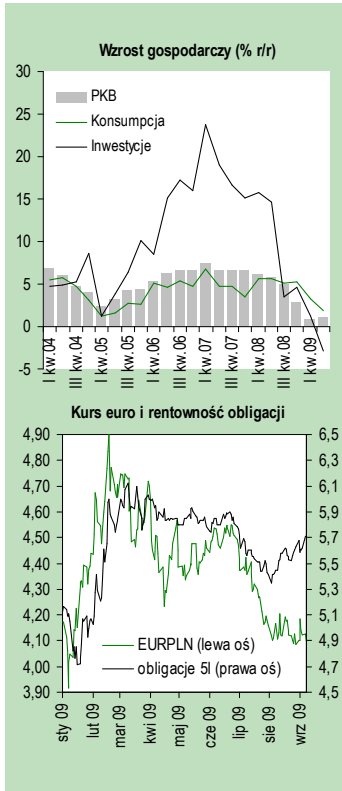


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2009

Mieszane nastroje powakacyjne



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	8
Przegląd międzynarodowy	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Po dwóch miesiącach przerwy wakacyjnej, witamy ponownie Czytelników naszego raportu z mieszanyimi odczuciami. Z jednej strony, napływające dane makroekonomiczne wskazują, że dołek koniunktury (o którym pisaliśmy już w czerwcowym Makroskopie *Szukając dna*) polska gospodarka ma najprawdopodobniej za sobą. Z drugiej strony jednak, o ile zmaterializował się (z nawiązką) nasz scenariusz umocnienia złotego w okresie wakacyjnym, to w najbliższym czasie oczekujemy korekty (kurs EURPLN powyżej 4,20), co spowodowane może być zmianą nastrojów na rynkach globalnych (większa awersja do ryzyka, spadki na giełdach) oraz presją na rynek obligacji związaną ze zmianą oczekiwań odnośnie polityki pieniężnej i znaczącym wzrostem potrzeb pożyczkowych budżetu w przyszłym roku. Jednocześnie nie zmieniamy naszej prognozy kursu złotego do euro na koniec tego roku na poziomie ok. 4,0.

Wzrost gospodarczy w drugim kwartale był powyżej wyniku z pierwszego kwartału oraz powyżej prognoz i wyniósł 1,1% r/r. Wraz z pozytywnymi informacjami miesięcznymi z początku trzeciego kwartału (sprzedaż detaliczna, produkcja budowlana) oznacza to, według nas, zmianę perspektyw na kolejne kwartały. Nie zmieniamy jednak poglądu, że ożywienie gospodarcze będzie procesem stopniowym z utrzymywaniem się tempa wzrostu gospodarczego niewiele powyżej 1% do połowy przyszłego roku. Końcówka 2010 i rok kolejny powinny być już wyraźnie lepsze.

W ostatnich dwóch miesiącach stopa inflacji CPI utrzymywała się powyżej poziomu 3,5%, co było jednym z głównych argumentów przeciwko dalszym obniżkom stóp procentowych (uniknięcie pogłębienia ujemnych realnych stóp). Komentarze większości członków Rady wskazują, że są oni już nastawieni neutralnie co do dalszych ruchów w polityce pieniężnej, co oznacza, że niebawem nastąpi zmiana nieformalnego nastawienia. Zmiany stóp procentowych będą więc zależały od nowej Rady i biorąc pod uwagę, że istnieje możliwość początku zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC w 2010 roku oraz że Rada może chcieć zbudować antyinflacyjną reputację na początku kadencji, kolejnym ruchem w Polsce będzie zapewne podwyżka stóp. Jednocześnie, wydaje nam się, że skala podwyżek (i moment pierwszej) wyceniana obecnie przez rynki finansowe jest zbyt duża.

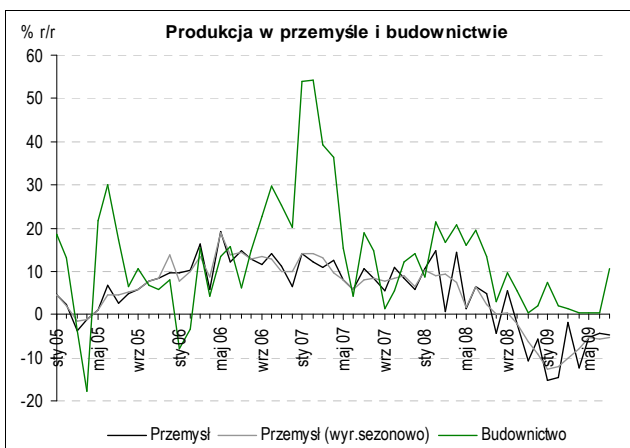
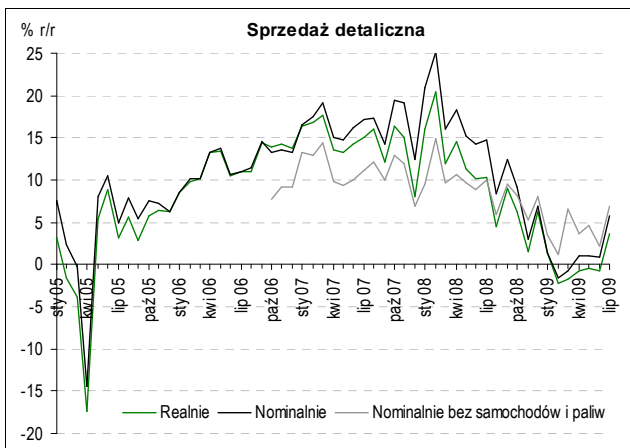
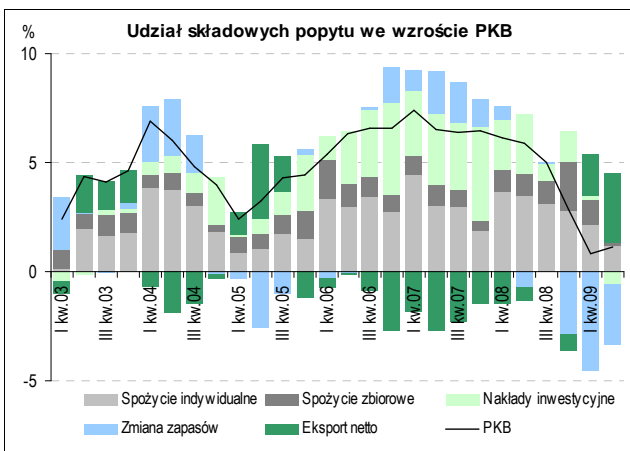
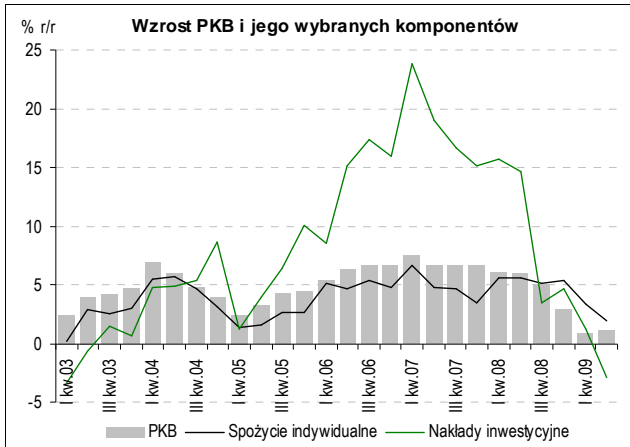
Deficyt sektora finansów publicznych wyniesie niemalże 100 mld złotych (7% PKB), co oznacza znaczący wzrost emisji papierów skarbowych nawet przy założeniu realizacji ambitnych planów prywatyzacyjnych. Jest szansa, że deficyt budżetu centralnego będzie niższy niż zaplanowane 52,2 mld (konserwatywne założenie makroekonomiczne, brak założonego zysku NBP). Znaczący wzrost deficytu wynika głównie z czynników cyklicznych i minister finansów przekonuje, że finanse zostaną utrzymane pod kontrolą między innymi na skutek „szeregu zmian mających na celu konsolidację finansów publicznych”. Należy jednak zadać pytanie: dlaczego te zmiany nie zostały jeszcze przygotowane, skoro o trudnej sytuacji finansów publicznych na skutek spowolnienia gospodarczego wiadomo nie od dziś?

Na rynku finansowym 31 sierpnia 2009 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,18	USDPLN	2,8675
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,08	EURPLN	4,0998
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,68	EURUSD	1,4297

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.09.2009 r.

Gospodarka Polski

**Wzrost PKB w II kwartale szybszy od oczekiwań**

Wzrost PKB w II kw. 09 r. wyniósł 1,1% r/r, ponad dwukrotnie więcej niż oczekiwano. Zamiast spowolnienia, mieliśmy więc do czynienia z lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego, co stawia Polskę na pierwszym miejscu jeśli chodzi o tempo rozwoju w całej Unii Europejskiej (większość krajów zanotowała w II kw. poważną recesję). PKB wyrównany sezonowo wzrósł realnie o 0,5% kw./kw. wobec wzrostu o 0,3% w I kwartale.

W przypadku popytu krajowego nastąpiło pogłębienie spadku do 2,0% r/r z 1,0% w I kw. Pogorszyły się wszystkie elementy popytu, przy czym największy wpływ miał mocny spadek zapasów (który wg naszego szacunku zmniejszył dynamikę PKB o prawie 3 pkt. proc.). Po tak znacznym spadku zapasów zapewne będzie musiała nadejść ich odbudowa, co będzie pozytywne dla wzrostu PKB, kiedy firmy zaczną odczuwać sygnały wzmocnienia popytu.

Wzrost konsumpcji prywatnej zwolnił z 3,3% do 1,9% r/r, mniej więcej zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Szczególnie pozytywnym zjawiskiem wydaje się mniejsza od prognoz skala spadku inwestycji (-2,9% r/r), co wyraźnie odróżnia obecne spowolnienie od tego, które miało miejsce w 2001 r. (wpływ na to mogą mieć m.in. projekty infrastrukturalne współfinansowane z funduszy UE).

Znacznie bardziej pozytywna niż szacowaliśmy była kontrybucja eksportu netto do PKB, która wyniosła w II kw. ponad 3 pkt. proc. Trzeba jednak pamiętać, że zjawisko to nie jest odzwierciedleniem siły polskiego eksportu, ale gwałtownego załamania importu w warunkach deprecjacji złotego i osłabienia krajowego popytu..

Lepsze dane za II kw. oraz ostatnie sygnały poprawy koniunktury, które sugerują, że wzrost w III kw. nie będzie gorszy (patrz niżej), dają podstawy do rewizji w górę prognoz PKB na cały rok. Przewidujemy, że wzrost w tym roku nieznacznie przekroczy 1% przy wzroście konsumpcji o nieco ponad 2%, spadku inwestycji o ok. 5% i silnie dodatnim wpływie eksportu netto.

... a w III kwartale widoczne sygnały ożywienia

Pozytywne niespodzianki pojawiły się również w miesięcznych danych opisujących aktywność gospodarczą na początku III kw.

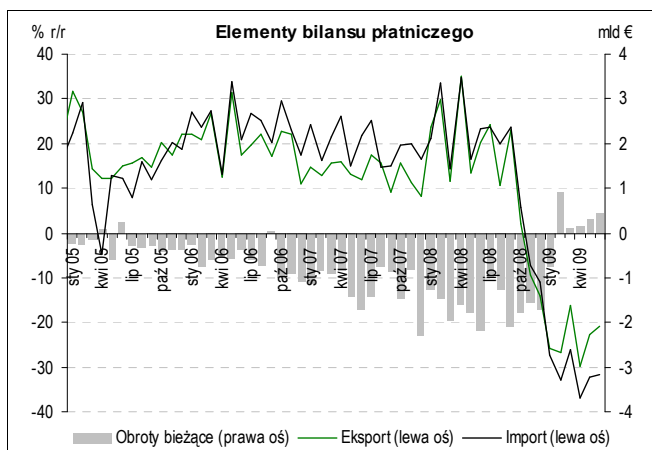
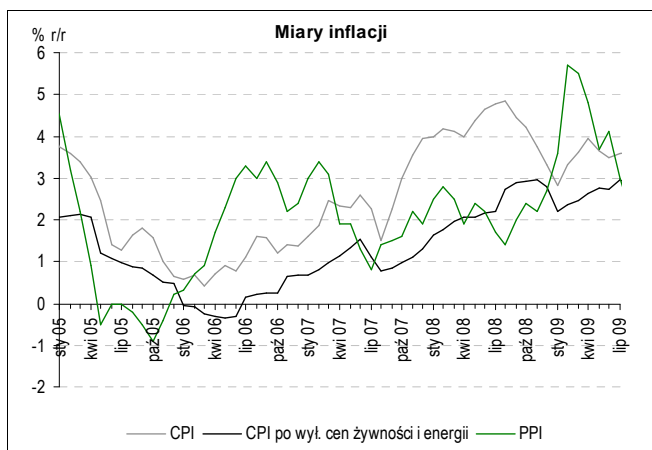
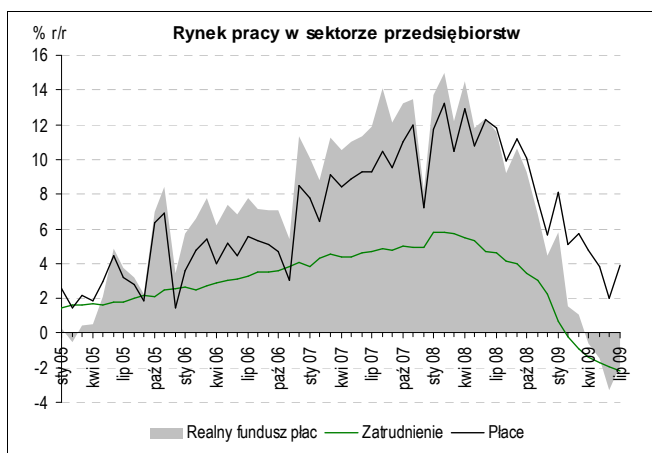
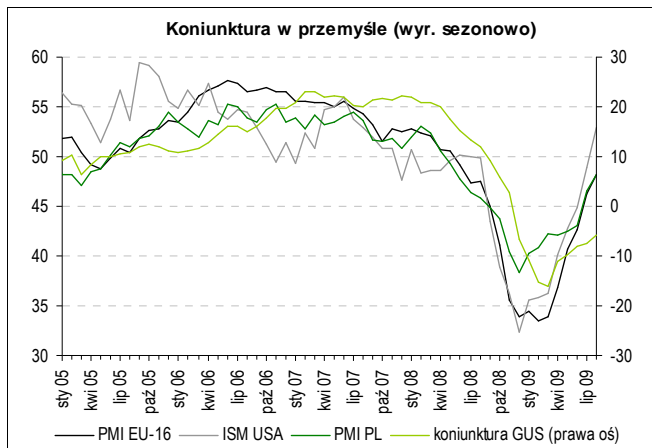
Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 5,7% r/r, a wyraźne ożywienie dynamiki nastąpiło niemal we wszystkich działach, co sugeruje, że wynik nie jest przypadkowy. Trudno na razie z pewnością stwierdzić, czy to trwałe odbicie i Polacy zaczęli śmiało wydawać pieniądze pod wpływem malejących obaw o skutki kryzysu, czy np. wynik tego, że znacznie mniej rodaków spędziło w tym roku wakacje za granicą (co by oznaczało efekt przejściowy). Jeżeli w dalszej części roku sytuacja na rynku pracy będzie się dalej pogarszać, nastroje konsumentów mogą się znów pogorszyć.

Kolejnym optymistycznym sygnałem nt. kondycji polskiej gospodarki był znacznie wyższy od prognoz wzrost produkcji budowlano-montażowej (10,7% r/r, najwyższy od lipca 2008). W tym wypadku jednak również trudno ocenić trwałość ożywienia. Z jednej strony, wsparciem dla budownictwa jest m.in. rosnące wykorzystanie środków unijnych i realizacja inwestycji infrastrukturalnych. Jednak wg informacji z GUS na wynik lipcowy miała również wpływ wyjątkowa kumulacja faktur za realizację osiedli mieszkaniowych.

Produkcja przemysłu w lipcu okazała się niższa od oczekiwań i zanotowała spadek o 4,6% r/r, nieznacznie głębszy niż w czerwcu. Jednak dokładniejsza analiza danych pokazuje, że w wielu działach przemysłu nastąpiła zauważalna poprawa wyników. Za pogorszenie dynamiki całego przemysłu odpowiedzialny był przede wszystkim sektor transportowy (produkcja pojazdów oraz pozostałego sprzętu transportowego), gdzie nastąpiło mocne ograniczenie produkcji.

Dane GUS wskazują na wyraźne przyspieszenie w ostatnich miesiącach wzrostu produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałych (18,9% r/r) i nietrwałych (5,9% r/r) i złagodzenie spadku produkcji dóbr zaopatrzeniowych (-5,9% r/r) przy bardzo głębokim załamaniu produkcji dóbr inwestycyjnych (-16,3% r/r).

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Coraz lepsze nastroje firm i konsumentów

- Praktycznie wszystkie badania koniunktury w sektorze przedsiębiorstw oraz nastrojów konsumentów odnotowały w sierpniu kolejny raz z rzędu wzrosty indeksów. Wyniki te wzmacniają oczekiwania, że tempo rozwoju gospodarki w III kwartale nie będzie słabsze niż w II kw.
- Wskaźnik PMI w przemyśle wzrósł do 48,2, najwyższego poziomu od maja 2008, a komponent dotyczący wielkości produkcji wyraźnie przekroczył 50 pkt, poziom oddzielający fazę rozwoju od spadku aktywności.
- Z drugiej strony, należy zauważyć, że odbicie indeksów od dna wynika przede wszystkim z tego, że spada odsetek respondentów oczekujących pogorszenia sytuacji, a nie z tego, że rośnie liczba przewidywanych poprawy. Zapowiada to raczej stagnację w gospodarce, a nie wyraźne przyspieszenie wzrostów.

... a na rynku pracy coraz gorzej

- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw odbił w lipcu do 3,9% r/r z 2% r/r w czerwcu, przekraczając oczekiwania. Było to jednak wynikiem jednorazowej wypłaty ogromnych premii w spółkach paliwowych, w związku z czym w kolejnych miesiącach należy oczekiwać spadku dynamiki płac i jej stabilizacji na niskim poziomie.
- Z kolei tempo redukcji zatrudnienia w firmach przyspieszyło do 2,2% r/r. Nominalny fundusz płac zwiększył się w lipcu o 1,6% r/r wobec średniego wzrostu o 1,8% r/r w II kw. i 6,1% r/r w I kw. br., a w ujęciu realnym zmniejszył się o 1,9% r/r wobec średniego spadku o 1,8% r/r w II kw. i wzrostu o 2,8% r/r w I kw.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w lipcu do 10,8%, potwierdzając pogarszającą się sytuację na rynku pracy. Oczekujemy jej dalszego wzrostu, co będzie się niekorzystnie odbijać na perspektywach konsumpcji prywatnej.

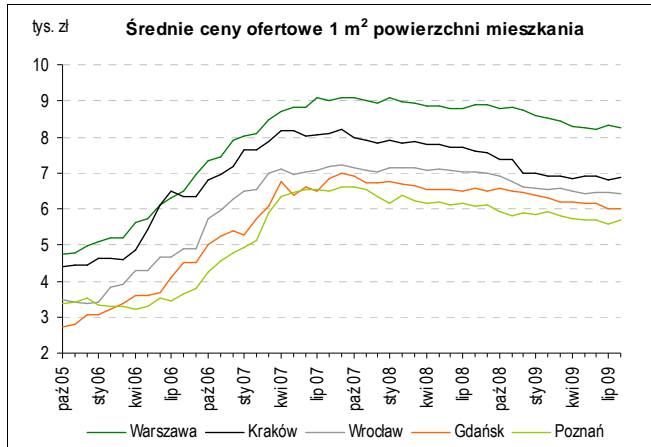
Inflacja utrzymuje się powyżej 3,5%

- Inflacja CPI wzrosła w lipcu do 3,6% r/r z 3,5% w czerwcu, przekraczając prognozy, m.in. za sprawą znacznego wzrostu cen tytoniu (7% m/m, w wyniku podwyżki akcyzy) i paliw (4% m/m). Ceny żywności zanotowały sezonowy spadek o 1,2% m/m.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w lipcu do 2,95%. Naszym zdaniem był to jej punkt szczytowy, a w kolejnych miesiącach będzie spadać, mimo utrzymującej się na podwyższonym poziomie dynamiki głównego wskaźnika CPI.
- Z kolei wzrost PPI w lipcu był poniżej prognoz, obniżając się do 3,0% r/r ze zrewidowanych w górę 4,1% r/r w czerwcu. Za tak wyraźny spadek inflacji w przemyśle odpowiadał spadek cen w górnictwie i kopalnictwie oraz przetwórstwie przemysłowym, a w obu przypadkach istotną rolę odegrała zapewne wyraźna aprecjacja złotego w lipcu.

W handlu zagranicznym ciągle nadwyżka

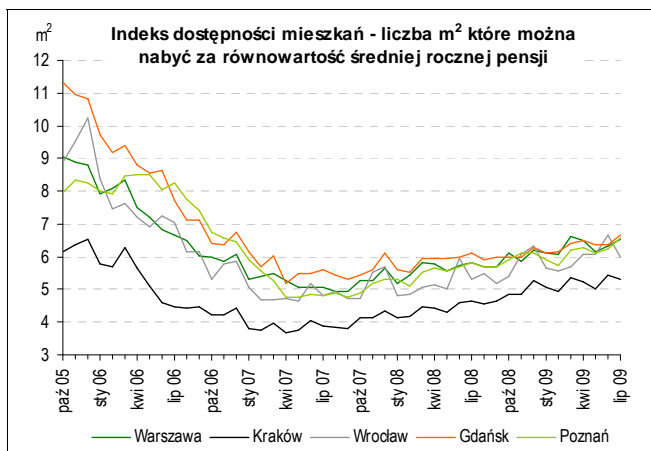
- Nadwyżka obrotów bieżących w czerwcu wyniosła 459 mln € i była wyższa od prognoz. Pozytywnie zaskoczyły wszystkie elementy tego rachunku – saldo towarowe, usług, dochodów i transferów. Dynamika eksportu i importu (w euro) wyniosła odpowiednio -20,8% r/r i -31,5% r/r. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że eksport liczony w złotych wzrósł w czerwcu o 5,7% r/r wobec spadku o średnio 3,7% w pierwszych pięciu miesiącach roku. Import liczony w złotych spadł w czerwcu o 8,6% r/r wobec średniego spadku o 12,6% r/r w okresie styczeń-maj.
- Po raz kolejny zanotowano spowolnienie napływu środków z UE (przychody rachunku kapitałowego 110 mln € wobec 545 mln € średnio w pierwszych pięciu miesiącach roku) oraz odpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (-192 mln €, co oznacza, że po całej I połowie br. ich napływ wyniósł niespełna 1 mld €).

Rynek nieruchomości



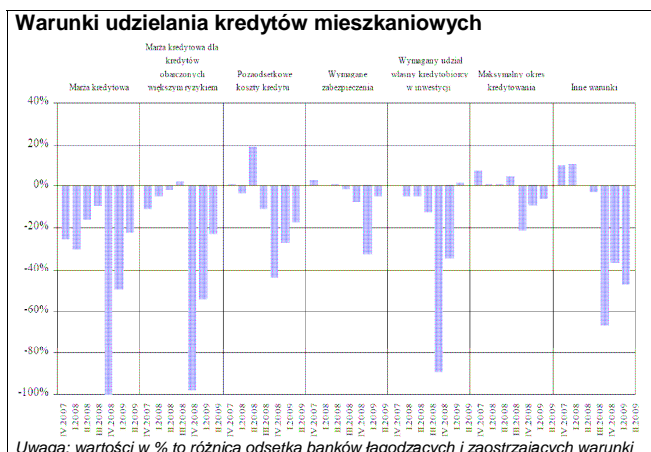
Utrwalenie stabilizacji cen mieszkań

- Dane z serwisu szybko.pl nt. sytuacji na wtórnym rynku nieruchomości w lipcu i sierpniu wskazują, że wakacje przyniosły stabilizację ofertowych cen mieszkań. Trudno jednak ocenić, czy przy stabilizacji cen ofertowych nie pogłębia się skala oferowanych przez stronę sprzedającą upustów.
- Zmiany cen mieszkań w większości z pięciu głównych miast Polski w okresie lipiec-sierpień nie przekraczały przy tym 1%. Wyjątkiem był Gdańsk, gdzie w ciągu 2 miesięcy nastąpił spadek cen o 2,3%. Ten lokalny rynek wydaje się obecnie relatywnie najślabszy. W ujęciu rocznym skala korekty nadal największa (-9,2%) jest w Krakowie - efekt najsilniejszych spośród wszystkich głównych miast spadków w poprzednim roku.
- Na największym w kraju rynku warszawskim ceny mieszkań w sierpniu były o 0,7% wyższe niż w czerwcu (-7% r/r).



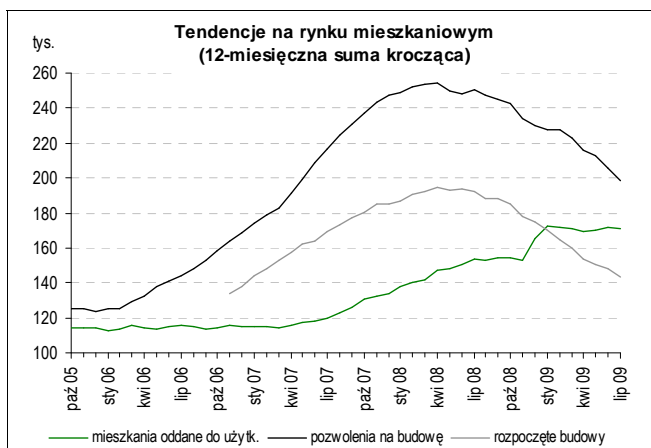
Wzrost indeksów dostępności mieszkań

- Obliczany przez nas indeks dostępności mieszkań (wykres obok) oraz indeks dostępności kredytowej kontynuowały w miesiącach lipiec-sierpień tendencję wzrostową. Nie są to jednak doskonałe miary sytuacji na rynku mieszkaniowym.
- W przypadku indeksu dostępności mieszkań, tendencja wzrostowa wynika z utrzymywania się wzrostu płac przy stabilnych cenach mieszkań. Nie uwzględnia to jednak spadku zatrudnienia, co ogranicza efektywny popyt na mieszkania.
- Dla indeksu dostępności kredytowej trend wzrostowy również wiąże się głównie ze wzrostem wynagrodzeń, ale tutaj również trzeba pamiętać o negatywnym wpływie spadku zatrudnienia i wzroście bezrobocia na efektywny popyt na mieszkania finansowany kredytem. Ponadto, w tym przypadku konieczne jest uwzględnienie zmian w dostępności kredytów mieszkaniowych.



Nadal bez przełomu w polityce kredytowej banków

- Badania NBP pokazały, że w II kw. banki zaostrzyły politykę kredytową względem kredytów mieszkaniowych, ale w odróżnieniu od poprzednich dwóch kwartałów nie było to powszechne.
- Ponad połowa banków zaobserwowała wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe w II kw., przy czym 17% banków uznało go za znaczny. Z drugiej strony, prawie 40% banków odnotowało spadek popytu, w tym 12% banków oceniło go jako znaczny.
- Blisko 25% banków oczekuje dalszego zaostrzenia polityki względem kredytów mieszkaniowych w III kw., w większości przypadków nieznacznej. Według nas lepsze dane ze sfery realnej mogą zachęcić banki do złagodzenia polityki kredytowej (w II kw. niepewność co do koniunktury była ciągle główną przyczyną zaostrzenia polityki). Banki przewidują przy tym wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe w skali największej od II kw. 2008.



Podaż nadal ulega ograniczeniu, ale są nowe projekty

- Dane GUS nt. budów i oddawanych do użytkowania mieszkań wskazują na kontynuację reakcji strony podaźowej rynku w postaci wyraźnego wyhamowania liczby pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów.
- Powinno to skutkować wyraźnym ograniczeniem podaży gotowych mieszkań w horyzoncie kilku kwartałów, co będzie stanowić czynnik wsparcia dla cen. Niemniej, część deweloperów informuje o gotowości szybkiego uruchomienia wstrzymanych wcześniej projektów, gdyby poprawiły się perspektywy popytu.
- W krótkim okresie czynniki podaźowe będą wywierać negatywną presję na ceny nieruchomości. Nadal utrzymuje się bowiem wysoka liczba oddawanych do użytkowania mieszkań, co jest opóźnionym efektem boomu inwestycyjnego sprzed kilku kwartałów.

Źródło: GUS, NBP, szybko.pl, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety sierpniowego komunikatu RPP

Ostatnie dane – w tym dane o PKB w II kw. 2009 r. – wskazują na wyhamowanie tendencji recesyjnych w Stanach Zjednoczonych i większości krajów Unii Europejskiej. Jednocześnie nastąpiła dalsza poprawa większości wskaźników koniunktury oraz nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych i strefie euro na 2010 r. Aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się jednak na niskim poziomie i obecnie trudno ocenić na ile trwale okaże się wyhamowanie tendencji recesyjnych, szczególnie w warunkach utrzymujących się problemów sektora finansowego.

W ostatnim okresie aktywność gospodarcza w Polsce kształtowała się na niskim poziomie, o czym świadczy utrzymujący się spadek produkcji przemysłowej. Jednocześnie pewne przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej oraz wzrost większości wskaźników koniunktury sygnalizują poprawę sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach. Sytuacja na rynku pracy uległa dalszemu pogorszeniu: pogłębił się spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrosła stopa bezrobocia. Towarzyszył temu nieco wyższy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Niekorzystnie na wzrost gospodarczy nadal wpływa ograniczenie akcji kredytowej, w szczególności w sektorze przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii. W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji może także oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej, częściowo łagodzony przez dotychczasową aprecjację złotego. Jednak w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji.

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. W ocenie Rady, oczekiwana poprawa globalnej koniunktury, dokonane obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej powinny sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuację na rynkach finansowych w Polsce i na świecie, informacje dotyczące sektora finansów publicznych oraz kształtowanie się kursu złotego.

Rada będzie nadal analizowała wpływ zmian sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce.

Stopy bez zmian do końca roku, później nowa Rada

Podczas dwóch wakacyjnych posiedzeń RPP stopy procentowe nie zostały zmienione – po czerwcowej obniżce stopa referencyjna wciąż wynosi 3,50%. Rada utrzymała również nieformalne łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.

Czynnikiem, który zapewne w największym stopniu powstrzymał Radę przed ewentualnym dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej jest podwyższony poziom bieżącej inflacji. W komunikacie stwierdzono, że w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji, ale może ona nadal kształtować się na podwyższonym poziomie. Ponieważ bieżący poziom głównej stopy procentowej jest poniżej bieżącej inflacji, Rada nie będzie chciała tej dysproporcji zwiększać jeszcze bardziej.

Stopy pozostaną zapewne bez zmian do końca kadencji Rady również dlatego, że opublikowane w ostatnich dwóch miesiącach dane były lepsze od oczekiwań.

Decyzje Rady Polityki Pieniężnej w 2010 będą podejmowane przez nowych członków Rady (o których wciąż wiemy niewiele). Biorąc pod uwagę, że nowa Rada może chcieć zbudować antyinflacyjną reputację na początku kadencji oraz fakt, że istnieje możliwość początku zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC w 2010 roku, kolejnym ruchem w Polsce mogłaby być podwyżka stóp.

Wydaje nam się jednak, że rynki finansowe wyceniające obecnie skalę podwyżek w 2010 roku rzędu 75 pb wykazują się nieco zbyt dużą jastrzębnością. Tym bardziej, że pierwsza podwyżka miałaby według rynku nastąpić już w pierwszym kwartale, a dopiero lutowe posiedzenie (z nową projekcją) będzie z 9 nowymi członkami.

Fragmety minutes z lipcowego spotkania RPP

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że niepewność dotycząca perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce uzasadnia pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że wobec niskiego poziomu realnych stóp procentowych, utrzymującej się na podwyższonym poziomie bieżącej inflacji oraz zrównoważonego ich zdaniem prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie, stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w kolejnych miesiącach. Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w średnim okresie spadnie poniżej celu inflacyjnego NBP, co w połączeniu z ryzykiem silniejszego od oczekiwań obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. Na posiedzeniu **przeważało stanowisko**, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu.

Rada jest już nastawiona neutralnie

Komentarze członków Rady z ostatnich tygodni (szczegóły na następnej stronie) pokazują, że większość z nich zakończyła cykl obniżek. Potwierdzającym sygnałem dla rynku będzie zmiana nastawienia z neutralnego na łagodne. Pytanie tylko czy nastąpi to we wrześniu czy w październiku.

Część członków chciała tego dokonać już w lipcu i zapewne zgodnie z Regulaminem RPP („dokumenty Rady nie będące uchwałami przyjmowane są w drodze uzgodnienia, a jeżeli jest to niemożliwe, Przewodniczący Rady albo prowadzący posiedzenie poddaje przyjęcie dokumentu pod głosowanie”) odbyło się głosowanie, którego wyniki możemy poznać w październikowym *Raporcie o inflacji*.

Naszym zdaniem, uzasadniony jest powrót do nastawienia jako formalnego instrumentu w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw



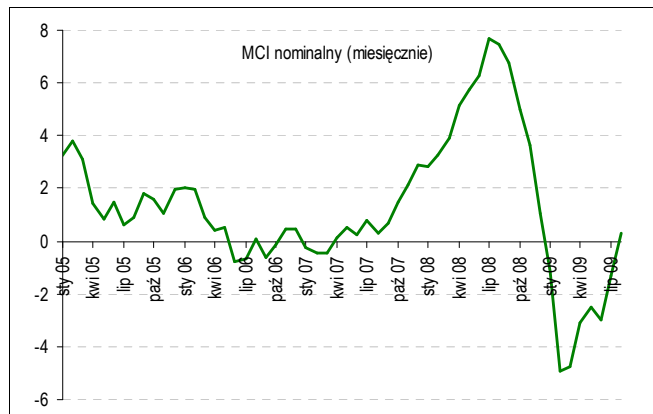
Uwaga: skala osi wartości dotyczy tzw. procentu netto – szczegóły w raporcie NBP

Dalsze zacieśnienie warunków kredytowych

Według ankiety wśród komitetów kredytowych, opublikowanej przez NBP, w drugim kwartale doszło do dalszego zacieśnienia polityki banków komercyjnych. Silniej zaostrzono warunki dla sektora MŚP niż dla dużych firm. W przypadku gospodarstw domowych większa skala zaostrzenia nastąpiła dla kredytów gotówkowych niż mieszkaniowych. Co więcej banki przewidują dalsze zaostrzenie warunków kredytowych w trzecim kwartale, głównie na skutek pogorszenia sytuacji gospodarczej.

Jeśli chodzi o popyt na kredyt, to banki oczekują wzrostu popytu przedsiębiorstw na krótkoterminowe, ale spadku na długoterminowe, a dla osób prywatnych wyraźny wzrost popytu przewidywany jest dla konsumenckich, a odnośnie kredytu mieszkaniowego oceny są bardzo różnicowane.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Po spadku, znowu wzrost MCI

- Po chwilowym spadku wskaźnika MCI w czerwcu, dwa kolejne miesiące przyniosły wzrost indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej.
- W okresie wakacyjnym doszło do wyraźnego spadku stawek WIBOR'u trzymiesięcznego (ponad 30 pb w lipcu i 10 pb w sierpniu). Spadła również miara odchylenia WIBOR'u od trendu długoterminowego.
- W tym samym czasie jednak doszło do znaczącego umocnienia złotego – w ujęciu nominalnym o kilkadziesiąt groszy. Po ośmiu miesiącach odchylenia kursu EURPLN od trendu długoterminowego po słabszej stronie, w sierpniu poziom bieżący i trendu były niemalże takie same.

„Wniosek jest oczywisty”

Na podstawie ostatnich wypowiedzi członków RPP można przypuszczać, że na chwilę obecną według większości z nich raczej nie dojdzie do kolejnych redukcji stóp procentowych, chyba że dane z krajowej gospodarki wyraźnie zaskoczą w dół. Bardzo ważnym argumentem powstrzymującym Radę przed obniżkami w okresie wakacyjnym był podwyższony poziom inflacji, obniżający się poziom realnych stóp procentowych (liczonych *ex post*) poniżej zera. Zwracali na to uwagę członkowie Rady w swoich wypowiedziach i argument pojawił się również w sprawozdaniu z posiedzenia. Komentarze Jana Czekaja potwierdziły, że Rada zastanawia się nad zmianą nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne - „jeżeli PKB rośnie szybciej, niż oczekiwano, a podwyższona inflacja utrzymuje się, to wniosek jest oczywisty, w jakim kierunku to działa”. Z drugiej strony, wydaje się, że według niego nie należy się z tym spieszyć, bo wyraził też wątpliwość czy rysujące się ożywienie jest trwałe. W tym kontekście warto przypomnieć jego wcześniejszą wypowiedź „czas na zapowiedzi zaprzestania cyklu obniżek stóp procentowych przyjdzie dopiero wtedy, gdy Rada będzie miała pewność, że gospodarka zaczyna się rozwijać w trwały sposób”.

Czy warto czekać na październikową projekcję?

Znakiem zapytania jest więc czy Rada zdecyduje się poczekać z decyzją o zmianie nastawienia na październikową projekcję. Na przykład, z wypowiedzi Haliny Wasilewskiej-Trenkner wynikało, że raczej tak. Powiedziała ona: „jeśli projekcja utwierdzi Radę w przekonaniu, że napięcie inflacyjne nam nie grozi - wówczas można pozostawić stopy nadal na obecnym poziomie i mieć nastawienie łagodne. Z drugiej strony, skoro sytuacja wydaje się oczywista i „w głowie” większości członków mamy już do czynienia z neutralnym nastawieniem, to zasadne jest pytanie „po co czekać?”. Nawet skłonność do obniżek stóp najbardziej „gołębi” członków Rady zmniejszyła się po publikacji coraz lepszych danych ze sfery realnej gospodarki (sprzedaż detaliczna za lipiec, PKB za II kw). Stanisław Owsiak powiedział, że „te dane pokazują, że wątpliwa jest potrzeba zmiany stóp procentowych w najbliższych dwóch kwartałach, przy takim poziomie inflacji trudno oczekiwać zmiany stóp procentowych”. Mirosław Pietrewicz wypowiadał się w podobnym tonie – „właściwie nie rysuje się potrzeba działań z naszej strony, czyli zmian w polityce pieniężnej”.

Obecni członkowie raczej nie spieszyliby się z podwyżkami

O ile gołębi członkowie Rady wydaje się poprzeć zmianę nastawienia na neutralne (jeśli nie we wrzesniu, to w październiku), to trudno jest zauważyć jakkolwiek skłonność do rychłych podwyżek stóp, nawet u przedstawicieli najbardziej jastrzębiej frakcji. Andrzej Wojtyna powiedział, że sytuacja Rady „jest obecnie z decyzyjnego punktu widzenia dość komfortowa, ponieważ w końcu kadencji nie ma silnych przesłanek dla ruchów stóp w którąkolwiek stronę”. Podobny przekaz usłyszeliśmy z ust Dariusza Filara, który w jednym z wywiadów stwierdził, że „o tym, czy będą potrzebne podwyżki stóp banku centralnego, będzie decydować następną Radą Polityki Pieniężnej, bo to nie będzie wyzwanie najbliższych miesięcy”. Wydaje nam się, że decyzje Rady w tym zakresie nie zapadną raczej w pierwszych miesiącach urzędowania, a ewentualne podwyżki w dalszej części roku będą zależały od skali ożywienia w gospodarce oraz decyzji innych banków centralnych.

3,50%



Filar 1,62 (1,61)

Wasilewska
-Trenkner 1,59 (1,48)

Noga 1,52 (1,52)

Wojtyna 1,48 (0,91)

Sławiński 1,21 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

Owsiak 0,90 (0,91)

Nieckarz 0,86 (0,83)

Skrzypek 0,83 (N/A)

Pietrewicz 0,79 (0,74)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby bezpośrednio przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone dla okresu od początku kadencji prezesa Skrzypka, a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006.

Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych miesięcy – do końca kadencji RPP. Wartość w procentach na osi odzwierciedla **nasze subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany przez poszczególnych członków obecnej Rady poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy.

Źródło: Eurostat, GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: Rząd i polityka

Podstawowe założenia makroekonomiczne na lata 2009-2013 wg projektu ustawy budżetowej na 2010 rok

średniorocznie	2009	2010	2011	2012	2013
Wzrost PKB	0,9	1,2	2,8	3,0	3,4
Konsumpcja indywidualna	2,2	0,9	2,2	3,5	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,5	0,3	4,6	4,1	7,0
Eksport	-8,0	2,8	6,2	8,5	4,5
Import	-11,9	3,2	6,7	9,1	5,4
EURPLN	4,37	4,08	3,85	3,61	3,50
Inflacja CPI	3,6	1,0	1,8	2,3	2,5
Krótkookresowe stopy procentowe	3,8	3,5	4,1	4,3	4,5

Planowane dochody i wydatki budżetu krajowego (bez budżetu środków unijnych) – wybrane elementy

	2009 mld zł	2010 mld zł	2010 % r/r
Dochody podatkowe i niepodatkowe	235,86	245,50	4,1
Dochody podatkowe	210,60	223,14	6,0
VAT	97,50	106,20	8,9
akcyza	52,70	53,07	0,7
CIT	24,00	26,30	9,6
PIT	34,86	36,00	3,3
Dochody niepodatkowe	25,26	22,36	-11,5
Dywidendy	7,65	4,22	-44,8
Wydatki	273,5	297,7	8,9

Finansowanie deficytu budżetowego

Wyszczególnienie	2009 mld zł	2010 mld zł	2010 % r/r
Finansowanie krajowe	34,504	60,941	76,6
SPW rynkowe	33,783	59,333	75,6
bono skarbowe	-2,952	8,939	-
obligacje rynkowe	36,735	50,395	37,2
Obligacje oszczędnościowe	1,522	1,670	9,7
Obligacje nierynkowe (dla BGŻ)	-0,103	-0,106	2,8
Finansowanie zagraniczne	9,332	20,797	122,9
Obligacje skarbowe	11,577	13,267	14,6
Kredyty otrzymane	6,424	7,979	24,2
Pozostałe	-8,670	-0,449	-94,8

Wybrane elementy planu prywatyzacji na lata 2009-2010

planowana oferta	szacowane wpływy w mld zł
67% akcji Enea S.A.	7,0
część akcji PGE S.A.	5,0
część akcji Tauron S.A.	4,0
98% akcji GPW S.A.	1,8
do 10% akcji KGHM	1,7
65,5% akcji kopalni Bogdanka	1,6
4,2% akcji TP S.A.	1,1
13% akcji Grupy Lotos S.A.	0,4
2,5% akcji Citi Handlowy	0,2
50,12% akcji Zakładów Azotowych Puławy	b.d.
59,23% akcji Zakładów Chemicznych Police	b.d.

Deficyt budżetowy 2010 znacznie wyższy od oczekiwań

Przyszłoroczny deficyt budżetowy ma wynieść 52,2 mld zł. Jest to jednak jedynie deficyt budżetu krajowego, bo od przyszłego roku wydzielono budżet środków unijnych, którego deficyt ma wynieść 15,3 mld zł. W ujęciu porównywalnym deficyt budżetowy 2010 wyniesie więc 67,5 mld zł, a więc trzykrotnie więcej niż 22,5 mld zł założone jako planowane wykonanie na ten rok.

Skala przyrostu deficytu budżetowego jest dużo wyższa niż oczekiwał rynek, ale wydaje się, że MinFin oszacował go w dość ostrożny sposób. Założenia makroekonomiczne wydają się ostrożne, szczególnie dla inflacji. Wyższy niż założony wzrost PKB oraz inflacji umożliwiłyby uzyskanie mniejszego od planowanego deficytu. Ten sam efekt może dać ewentualna wpłata zysku NBP, której rząd nie uwzględnił w planowanych dochodach, a sugerował, że mogłoby to być nawet ok. 10 mld zł. Ponadto, rząd przyjął dość ostrożnie dochody z dywidend, m.in. nie zakładając zapewne możliwej wpłaty z zysków PZU.

Z drugiej strony, założenia dotyczące wzrostu dochodów podatkowych wydają się nieco zbyt optymistyczne (np. wzrost wpływów z VAT o 9%). Niemniej, uwzględniając wszystkie ryzyka wydaje się nam, że deficyt budżetu centralnego w 2010 r. może być niższy od planu. Zakładając wysoki deficyt, być może rząd chce uniknąć nowelizacji budżetu przed wyborami.

Deficyt całego sektora finansów publicznych w 2010 r. jest szacowany przez rząd na 7% PKB wobec 6% w tym roku. Według agencji ratingowych Moody's oraz S&P skala wzrostu deficytu jest uwzględniona w perspektywie ratingu Polski.

Negatywnie na ocenę planu finansów państwa wpływa podkreślony już na pierwszej stronie raportu brak istotnych zmian w wydatkach oraz planowany transfer 7,5 mld zł z Funduszu Rezerwy Demograficznej do FUS.

Znaczny wzrost potrzeb pożyczkowych

Transfer środków z FRD jest negatywny dla stabilności systemu emerytalnego, a jednocześnie nie zapobiegnie istotnemu wzrostowi potrzeb pożyczkowych w 2010 r.

Potrzeby pożyczkowe netto zwiększą się z 52 mld zł w tym roku do 82 mld zł w 2010 r., z czego prawie 61 mld zł przypadnie na finansowanie krajowe, a niemal 21 mld zł na finansowanie zagraniczne.

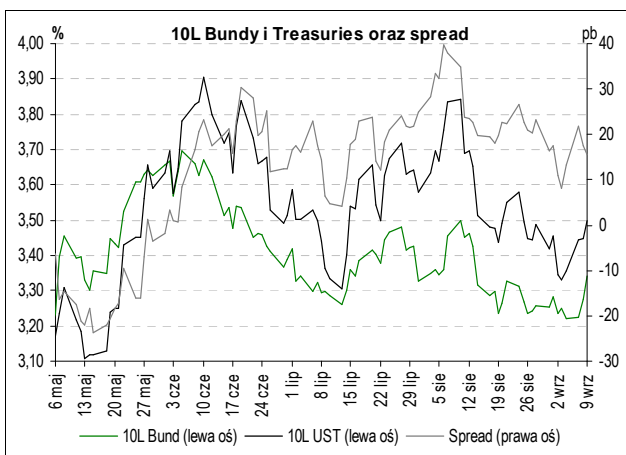
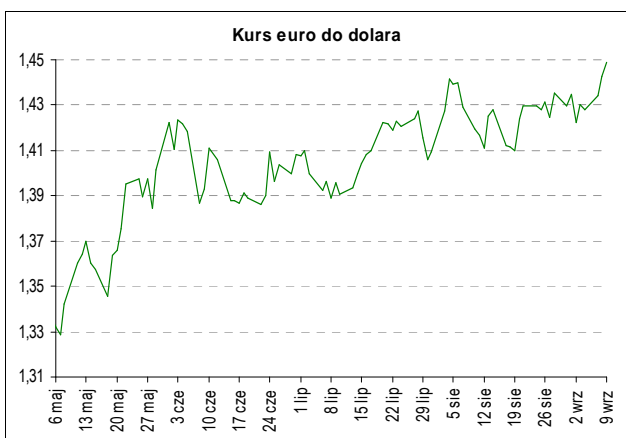
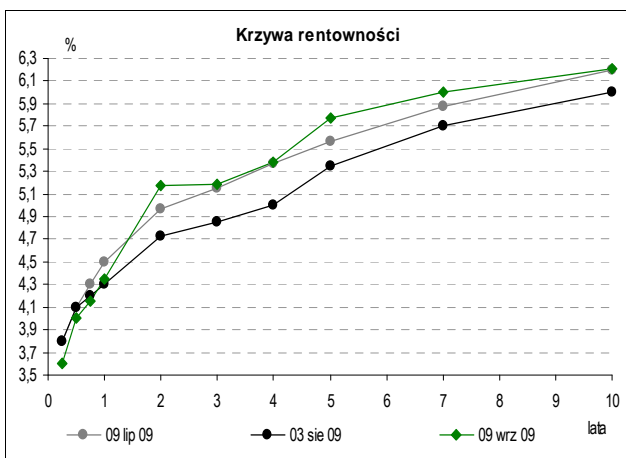
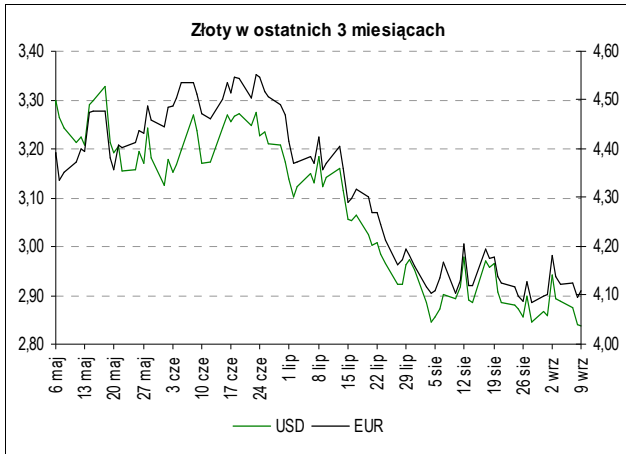
Potrzeby pożyczkowe brutto wzrosną do ok. 203 mld zł (po uwzględnieniu przychodów z prywatyzacji) ze 163 mld zł w br. Istotne z punktu widzenia rynku emisje rynkowych obligacji i bonów na rynku krajowym mają wynieść 169 mld zł (137 mld zł w 2009 r.). Oznacza to, że średnio w każdym miesiącu 2010 r. emisje rynkowych SPW na rynku krajowym o wartości 14 mld zł, co stwarza presję na krajowy rynek długu.

Wiele zależy od prywatyzacji

Rząd przyjął zaktualizowany plan prywatyzacji na lata 2009-2010, zakładający ambitnie wpływy w kwocie niemal 37 mld zł. Na sam 2010 r. zapisano w budżecie wpływy z prywatyzacji sięgające niemal 25 mld zł. Od realizacji tego planu (a także kursu złotego) zależą szanse na uniknięcie wzrostu relacji długu publicznego do PKB powyżej progę na poziomie 55%, co wymusiłoby drastyczne ograniczenie wydatków budżetowych i spowolniło wzrost gospodarczy w kolejnych latach.

Tymczasem, premier postanowił utrzymać na stanowisku Ministra Skarbu Aleksandra Grada, podczas gdy jego dotychczasowe działania raczej nie dają rękojmi realizacji ambitnego planu prywatyzacji. Ryzyko dla realizacji planów prywatyzacji wiąże się z oporem związków zawodowych i sytuacją na międzynarodowych rynkach kapitałowych.

Monitor rynku



Silne umocnienie złotego

▪ Złoty umocnił się w ostatnich tygodniach silniej niż oczekiwaliśmy. Po pokonaniu pasma 4,20-4,25 kurs EURPLN spadł do ok. 4,08 pod koniec lipca. Od tego czasu oscyluje w przedziale 4,07-4,21 podążając za zmianami globalnego apetytu na ryzyko, który znacznie się poprawił w okresie letnim po udanym sezonie publikacji wyników za II kw. za granicą i lepszych od prognoz danych makro.. Złotemu pomogły dobre dane krajowe, rewizje prognoz dla polskiej gospodarki w górę jak i rekomendacje zagranicznych banków.

▪ Uważamy, że złoty pozostaje w średnioterminowym trendzie na umocnienie, jednak w najbliższych tygodniach może dojść do korekty złotego powyżej 4,20. Przyczynią się do tego spodziewany wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach, informacje nt. przyszłorocznego budżetu, a w dalszej perspektywie mogące się pojawić negatywne informacje z regionu.

Odbicie stóp rynkowych po spadkach w lipcu

▪ W lipcu doszło do spadków stóp rynkowych zarówno, jeśli chodzi o rynek FRA, IRS jak i obligacje, czego główną przyczyną było umocnienie złotego oraz poprawa globalnych nastrojów. W sierpniu negatywnie na rynek wpłynął wzrost inflacji, która podwyższyła ścieżkę na cały rok oraz lepsze od prognoz dane gospodarki (PMI, sprzedaż, PKB), które zmniejszyły do minimum oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych. W ostatnich tygodniach doszło do spadku spreadu asset swap blisko zera dla terminów 2 i 5 lat.

▪ Spodziewamy się, dalszego wzrostu stóp rynkowych na w związku z minimalnymi szansami na redukcję stóp procentowych. Naszym zdaniem ten wzrost będzie powolny ze względu na ich obecny wysoki poziom. Negatywny wpływ na rynek, szczególnie na długoterminowe rentowności będą miały obawy o sytuację fiskalną i wzrost potrzeb pożyczkowych. Możliwy jest także wzrost asset swap spreadu.

Euro mocniejsze za sprawą wzrostu apetytu na ryzyko

▪ W ostatnich tygodniach kurs EURUSD oscylował w przedziale 1,40-1,44 podążając za zmianami awersji do ryzyka. Wraz z napływem w przeważającej większości lepszych od prognoz wyników finansowych zagranicznych spółek za II kw. oraz relatywnie lepszych od oczekiwań danych z głównych gospodarek światowych (indeksy aktywności, PKB, rynek pracy i nieruchomości w USA) doszło do wzrostu apetytu na ryzyko. To spowodowało umocnienie euro wobec dolara z ok. 1,39 na początku lipca do ok. 1,45 obecnie.

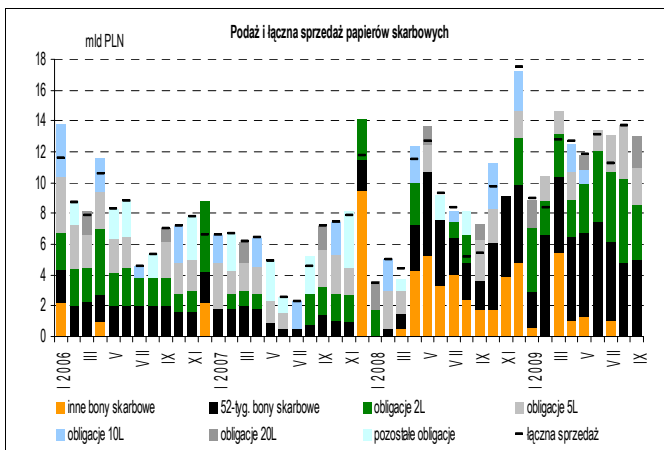
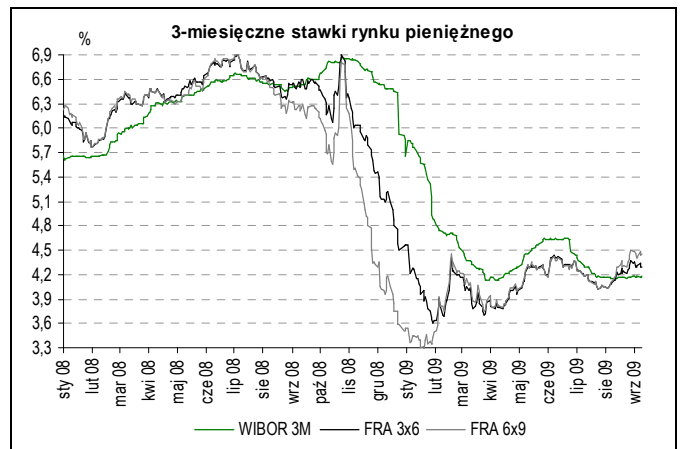
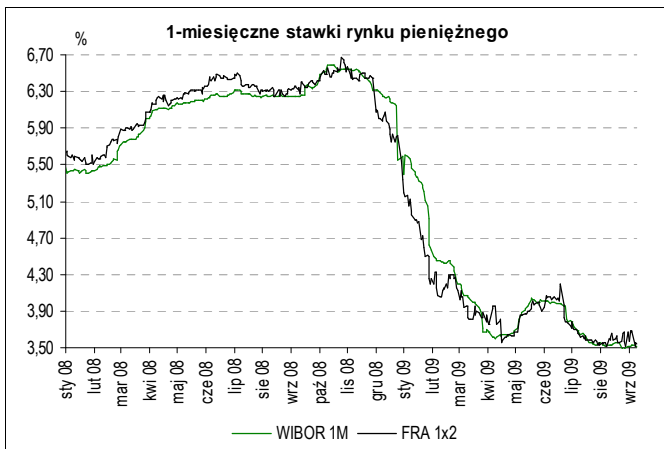
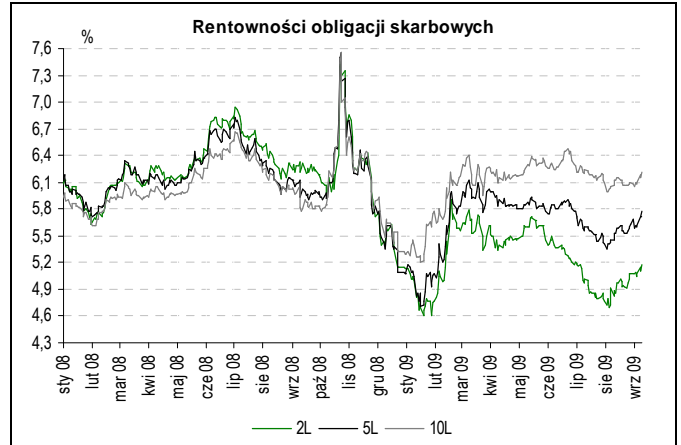
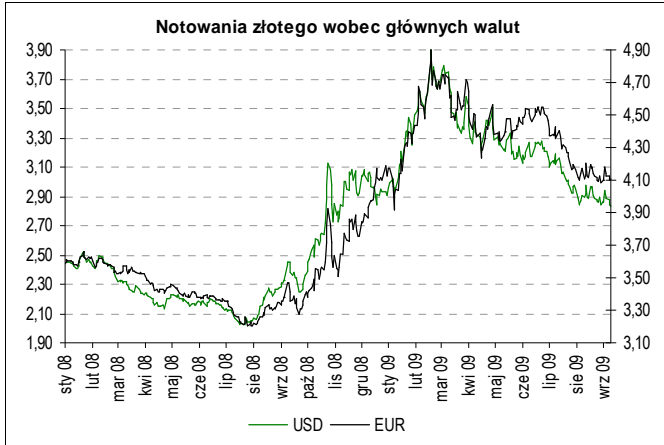
▪ W następnych tygodniach oczekujemy stopniowego odreagowania dolara wobec euro do ok. 1,41 za sprawą korekty nastrojów rynkowych i wzrostu awersji do ryzyka. Oczekujemy też kontynuacji tej tendencji w kolejnych miesiącach w związku z szybszą poprawą sytuacji gospodarczej w USA niż w strefie euro.

Spadek rentowności po silnym wzroście

▪ W lipcu oraz zaobserwowano znaczący wzrost rentowności na bazowych rynkach długu, w tym szczególnie w USA. Przyczynił się do tego znaczący spadek popytu na bezpieczne, towarzyszące mu wzrosty na światowych rynkach akcji oraz emisje rekordowych ilości obligacji skarbowych w USA. Jednak potem doszło do stopniowego odreagowania i ceny obligacji w Niemczech oraz w USA wzrosły w okolice poziomów notowanych na początku lipca. Na początku września rentowności 10-letnich Treasuries były na poziomach odpowiednio 3,35% oraz 3,22% wobec 3,36% i 3,30% na początku lipca i 3,84% i 3,50% na początku sierpnia.

▪ Oczekujemy, że w przypadku kontynuacji ożywienia światowej gospodarki do pierwszych podwyżek stóp w USA i strefie euro może dojść w II połowie 2010 r. W najbliższych tygodniach bazowe rynki długu będą podążać za rynkiem akcji i przy oczekiwanej korekcie globalnych nastrojów może dojść do dalszego umocnienia.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

(OFERTA)*/SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	49-tyg.
6.07.2009	1000-1200/1256	-
13.07.2009	1000-1300/1317	-
20.07.2009	-	800-1000/998
27.07.2009	1200-1500/1455	-
3.08.2009	1000-1500/1512	-
10.08.2009	1000-1300/1420	-
17.08.2009	800-1000/835	-
24.08.2009	800-1000/860	-
1.09.2009	800-1000/812	-
7.09.2009	800-1000/807	-
14.09.2009	800-1000	-
21.09.2009	800-1000	-
28.09.2009	800-1000	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

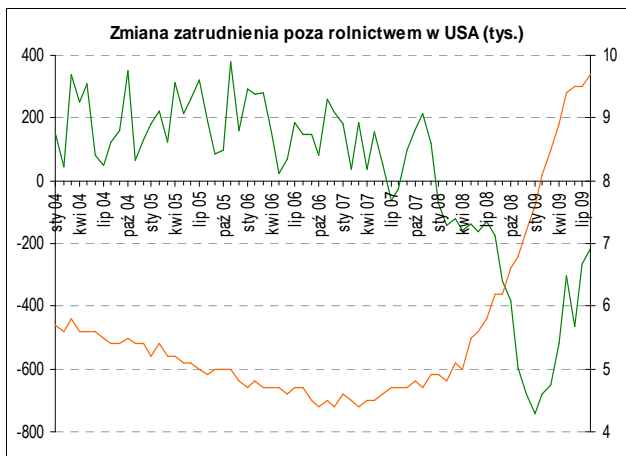
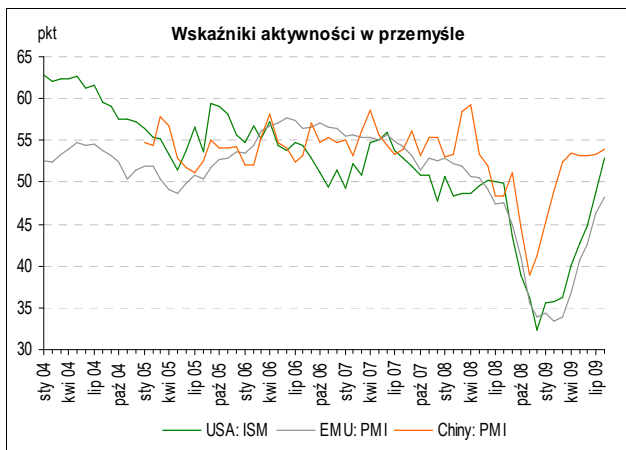
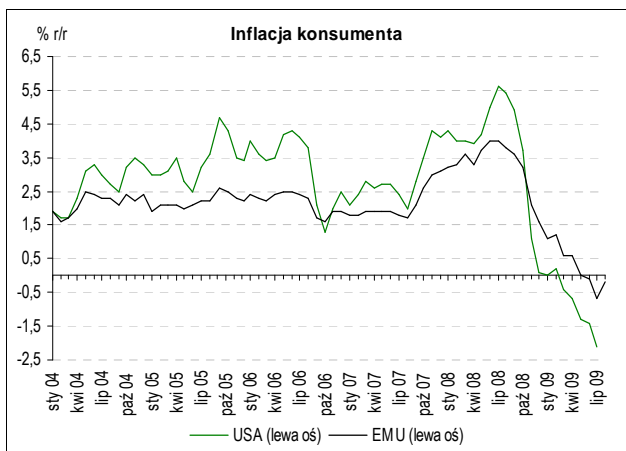
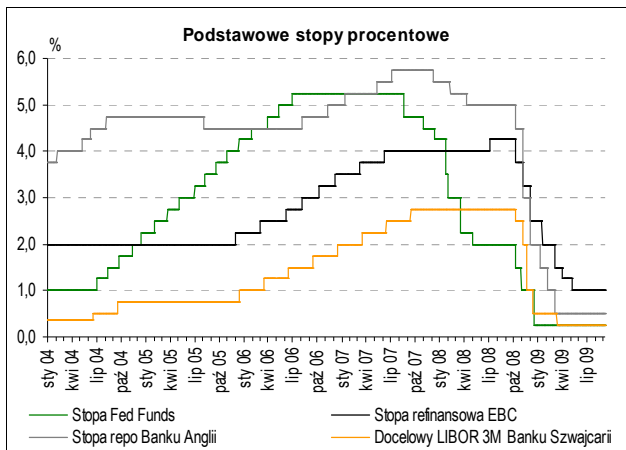
Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	7.01*	OK0711	4200	4296	14.01	WS0429	1500	1500	21.01	PS0414/DS1019	2800/1300
lut	4.02	OK0711/PS0414	2200/1600	722/1186	-	-	-	-	18.02	-	-
marzec	4.03	OK0711/PS0414	2760/1500	2550/640	-	-	-	-	11.03	OK0711/PS0414	2759/1809
kwiecień	1.04	OK0711/PS0414	2400/1800	2544/1814	8.04	DS1019	1000-1800	2120	15.04	PS0414/DS1019/WS0922	1437/3129/1158
maj	13.05	OK0711	3150	3286	20.05	DS1019/WS0429	1000-1800	1835	6.05	DS1013/DS1015	765/2505
czerwiec	3.06*	OK0112/PS0414	4000-6000	4359/1122	10.06	DS1019/WS0429	0-2000	odwołany	17.06	OK0112/PS0414	1739/2108
lipiec	1.07	OK0112	3000-4500	4006	15.07*	PS0414	1000-2000	-	8.07	PS0414/ DS1019	0/1982
sierpień	5.08*	OK0112	3900-5400	5402	12.08	PS0414	2000-3500	3500	-	-	-
wrzesień	2.09	OK0112	2500-3500	3500	9.09	PS0414	1000-2500	1109	23.09**	WS0922	1000-2000
październik	7.10	OK/PS	-	-	14.10	DS/WS	-	-	-	-	-
listopad	4.11	OK/PS	-	-	18.11	DS/WS	-	-	-	-	-
grudzień	2.12	OK/PS	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** aukcja zwykła - oferta

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, BZ WBK

Rozważane strategie wyjścia, inflacja wciąż niska

▪ Inflacja wciąż nie stanowi problemu dla banków centralnych, jednak wciąż pojawiają się spekulacje nt. możliwego przełożenia się niezwykle luźnych warunków monetarnych na przyszłą inflację. Rodzi to pytania o strategie wyjścia ze stosowanych instrumentów.

▪ W sierpniu Fed nie zmienił stóp procentowych. Według protokołu z ostatniego posiedzenia, zagrożenia dla stabilizacji gospodarki zostały „znacznie ograniczone” i w II połowie br. USA powinny odnotować wzrost gospodarczy, chociaż odbicie będzie powolne i może być podatne na szoki. W związku z utrzymującymi się zagrożeniami dla wzrostu i brakiem ryzyka inflacyjnego, zdaniem Fed stopy procentowe w USA przez dłuższy czas powinny pozostać na bardzo niskim poziomie. Na posiedzeniu rozważano też tempo wycofywania się z programu zakupów hipotecznych listów zastawnych w celu zminimalizowania ewentualnych zawirowań, które mogłyby się pojawić na zakończenie tego programu.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami stopy procentowe w strefie euro pozostały we wrześniu bez zmian. Prezes EBC J.C. Trichet powiedział, że recesja w strefie euro najprawdopodobniej się skończyła i następuje stabilizacja i potem spodziewany jest okres bardzo stopniowego ożywienia. Jednocześnie Trichet powtórzył, że stopy procentowe znajdują się na odpowiednim poziomie, że EBC nie rozważa w najbliższym czasie podwyżki stóp.

▪ Według wstępnych szacunków Eurostatu deflacja w strefie euro spowolniła w sierpniu do $-0,2\%$ r/r z $-0,7\%$ wobec oczekiwanych $-0,4\%$ r/r.

▪ Ceny konsumentów w USA zgodnie z oczekiwaniami nie zmieniły się w lipcu w ujęciu miesięcznym. W ujęciu rocznym ceny spadły o $2,1\%$ przy oczekiwaniach na spadek o $1,9\%$ r/r. Inflacja bazowa wyniosła $0,1\%$ m/m i $1,5\%$ r/r wobec oczekiwanych $0,2\%$ i $1,6\%$.

Poprawa indeksów aktywności, rewizje prognoz PKB w górę

▪ Indeks PMI w Chinach, które przez wielu są uważane za źródło ożywienia światowej gospodarki, wzrósł w sierpniu po raz kolejny do 54 pkt, najwyższego poziomu od 16 miesięcy, z 53,3 w lipcu. Wzrost aktywności wynika z znacznej akcji kredytowej w I poł. roku, która zniwelowała pogorszenie w eksporcie. Jednak rosną obawy o kontynuację wzrostów z uwagi na zapowiedzi Chin ograniczenia akcji kredytowej by zapobiec przegrzaniu gospodarki.

▪ Póki co indeksy aktywności rosną także w innych głównych światowych gospodarkach, i wzrosty te zaskakują pozytywnie. PMI dla przemysłu strefy euro wzrósł w sierpniu do 48,2 z 46,3 w lipcu. Indeks PMI dla usług strefy euro wyniósł z kolei 49,9 wobec 45,7 w lipcu. ISM dla przemysłu w USA wzrósł w sierpniu aż do 52,9 pkt z 48,9. ISM dla usług wzrósł do 48,4 pkt z 46,4.

▪ Dane z rynku nieruchomości w USA wskazują na odbijanie rynku od dna jeśli chodzi o ceny oraz sprzedaż domów.

▪ Opublikowane dane o wzroście gospodarczym za II kw. pozytywnie zaskoczyły w przypadku głównych gospodarek strefy euro (Niemcy, Francja). Według zrewidowanych danych Eurostat PKB strefy euro spadł w II kw. br. o $0,1\%$ kw/kw ($-4,7\%$ r/r), co było zgodne z oczekiwaniami rynku. EBC podwyższył prognozy dynamiki PKB dla strefy euro na lata 2009-2010, do $-4,1\%$ i $+0,2\%$ z odpowiednio $-4,6\%$ i $-0,3\%$ przewidywanych w czerwcu.

▪ Zgodnie z wcześniejszymi szacunkami spadek PKB w USA w II kwartale wyniósł $1,0\%$, wobec oczekiwanej korekty w dół do $-1,5\%$.

▪ OECD wciąż prognozuje, że PKB USA spadnie w tym roku o $2,8\%$, a dla strefy euro szacunki poprawiły się do $-3,9\%$ z $-4,8\%$. Nasze szacunki poprawiły się odpowiednio do $-2,4\%$ i $-4,0\%$ z $-2,7$ i $-4,8\%$.

▪ Lekka poprawa sytuacji widoczna jest także na rynku pracy w USA. Spadek liczby miejsc pracy poza rolnictwem spowolnił w sierpniu nieco silniej niż oczekiwano do 216 tys. z 276 tys. Jednak stopa bezrobocia wzrosła do $9,7\%$, najwyższego poziomu od 26 lat.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 września <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Dzień wolny	8 DE: Eksport (VII) GB: Produkcja przemysłowa (VIII)	9 <i>PL: Przetarg obligacji</i>	10 GB: Decyzja Banku Anglii US: Bilans handlowy (VII)	11 <i>PL: Bilans płatniczy (VII)</i> US: Ceny importowe (VIII) US: Wstępny Michigan (IX) US: Zapasy hurtowe (VII)
14 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Podaż pieniądza (VIII)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	15 <i>PL: CPI (VIII)</i> DE: Indeks ZEW (IX) US: PPI (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Indeks N Y Fed (IX)	16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (VIII)</i> EZ: Finalny HICP (VIII) US: CPI (VIII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VIII) US: Produkcja przemysłu (VIII) US: Raport o przepływach kapitałowych (VII) JP: Decyzja BoJ	17 <i>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</i> <i>PL: PPI (VIII)</i> CH: Decyzja SNB (III kw.) US: Liczba nowych budów domów (VIII) US: Liczba pozwoleń na budowę (VIII) US: Indeks Philadelphia Fed (IX)	18
21 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> JP: Dzień wolny US: Wskaźniki wyprzedzające (VIII)	22 <i>PL: Inflacja bazowa (VIII)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (IX)</i> JP: Dzień wolny US: Ceny domów (VII)	23 <i>PL: Przetarg obligacji</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (VIII)</i> JP: Dzień wolny EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI - usługi (IX) US: Decyzja Fed	24 <i>PL: Minutes RPP (VIII)</i> DE: Indeks Ifo (IX) US: Sprzedaż domów (VIII)	25 EZ: Podaż pieniądza M3 (VIII) US: Zamówienia na dobra trwałe (VIII) US: Finalny Michigan (IX) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)
28 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> DE: Indeks GfK (X)	29 <i>PL: Spotkanie RPP</i> EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (IX) US: Case/Shiller (VII) US: Zaufanie konsumentów (IX)	30 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EZ: Wstępny HICP (IX) US: Raport ADP (IX) US: Finalny PKB (II kw.) US: Chicago PMI (IX)	1 października <i>PL: PMI (IX)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (IX) US: ISM - sektor przetwórczy (IX) US: Bazowy PCE (VIII) US: Niezakończony transakcje sprzedaży domów (VIII)	2 EZ: PPI (VIII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX) US: Zamówienia w przemyśle (VIII)
5 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: PMI - sektor usług (IX) EZ: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: ISM - sektor usług (IX)	6 GB: Produkcja przemysłowa (VIII)	7 <i>PL: Przetarg obligacji</i> EZ: Zrewidowany PKB (II kw.)	8 GB: Decyzja Banku Anglii EZ: Decyzja EBC US: Zapasy hurtowe (VIII)	9 US: Bilans handlowy (VIII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters.

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2009 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	27	24-25	24-25	28-29	26-27	23-24	28-29	25-26	29-30	27-28	24-25	22-23
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	23	20	24	22	19	17
PKB*	-	-	2	-	29	-	-	28	-	-	30	-
Inflacja	14	13 ^a	13 ^b	15	14	15	14	13	15	14	13	15
Inflacja bazowa	21	-	20	22	21	22	22	20	22	21	20	22
Ceny producenta	20	19	18	20	20	19	17	19	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	19	18	20	20	19	17	19	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	29	24	24	27	26	25	23	25	23	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	17	17	17	19	18	16	18	16	16	18	16
Bezrobocie	29	24	24	27	26	25	23	25	23	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	30
Bilans płatniczy	15 ^c	12	13	14	15	17	14	11	11	13	10	11
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	14	14	13	14
Bilans NBP	7	6	6	7	7	5	7	7	7	7	6	7
Wskaźniki koniunktury	22	20	20	22	22	22	22	21	22	22	20	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2008.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 08	wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09	lip 09	sie 09	wrz 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,4	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,6	-1,9	-12,2	-5,2	-4,5	-4,6	-1,9	-6,1
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	8,3	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	-1,6	-0,8	1,0	1,1	0,9	5,7	5,6	2,6
Stopa bezrobocia	%	9,1	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,2	11,0	10,8	10,7	10,8	10,8	10,9
Place brutto ^{b c}	% r/r	9,9	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	5,7	4,8	3,8	2,0	3,9	2,9	2,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,1	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,3	-2,5
Eksport (w euro) ^d	% r/r	10,8	23,0	1,9	-9,5	-14,2	-25,8	-26,6	-16,3	-29,9	-22,7	-20,8	-22,8	-13,8	-16,1
Import (w euro) ^d	% r/r	20,1	23,7	5,9	-7,3	-10,9	-27,4	-32,9	-26,2	-36,8	-32,4	-31,5	-32,3	-24,4	-24,4
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1420	-1334	-1496	-1449	-1762	-448	24	-89	-4	5	-26	-69	-68	-78
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1278	-2088	-1767	-1566	-1707	-749	910	102	147	284	459	281	182	52
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	-5,4	-5,3	-4,7	-4,2	-3,8	-3,2	-2,5	-2,1	-1,7	-1,1
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,7	-15,0	-16,0	-17,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,0	29,0	58,3	84,3	90,2	91,6	82,7	88,2	93,7
Inflacja (CPI)	% r/r	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	4,0	3,6	3,5	3,6	3,6	3,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,4	2,0	2,4	2,2	2,7	3,6	5,7	5,5	4,8	3,7	4,1	3,0	2,1	1,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	16,8	17,3	17,3	18,1	18,6	17,6	17,8	17,5	14,4	14,2	14,4	11,7	10,2	10,7
Depozyty	% r/r	18,9	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	19,2	19,4	16,1	15,7	15,9	12,8	11,8	11,2
Kredyty	% r/r	26,7	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	37,2	34,5	30,3	29,3	26,8	23,3	19,2	16,9
USD/PLN	PLN	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,36	3,23	3,22	3,05	2,90	2,92
EUR/PLN	PLN	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,43	4,41	4,51	4,30	4,13	4,15
Stopa referencyjna ^a	%	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^a	%	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,20	4,52	4,60	4,26	4,16	4,10
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,80	4,91	4,73	4,43	4,23	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60	5,34	4,93	4,92	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85	5,83	5,55	5,53	5,80
Rentowność obligacji 10L	%	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,17	6,30	6,34	6,19	6,08	6,20

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 175,3	1 271,7	1 344,3	1 392,3	314,5	326,6	334,6	368,6	325,4	337,3	343,8	385,7
PKB	% r/r	6,7	4,9	1,2	1,6	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3	1,5	1,2	2,5
Popyt krajowy	% r/r	8,6	5,5	-1,4	2,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,1	2,1	2,6	2,0	2,0
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,4	2,1	1,2	3,3	1,9	2,0	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,1	-4,7	1,7	1,2	-2,9	-5,0	-8,0	-3,0	2,0	3,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,7	3,5	-5,7	-0,3	-10,0	-6,7	-4,2	-1,9	-3,0	-1,6	-1,3	4,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	14,0	9,6	0,2	0,3	-1,4	-0,1	2,5	-0,1	-0,7	0,1	-0,3	2,0
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	12,5	13,7	11,2	10,7	10,9	12,5	13,7	12,9	12,9	13,7
Place realne brutto ^c	% r/r	6,7	5,9	0,4	0,4	3,2	0,2	-0,3	-1,2	-2,1	0,4	1,1	2,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	4,6	4,8	-1,5	-2,6	0,1	-1,0	-2,4	-2,9	-3,4	-2,7	-2,4	-1,8
Eksport (w euro) ^b	% r/r	13,4	12,7	-19,5	3,3	-22,6	-22,8	-17,8	-14,0	-2,0	2,0	2,5	11,0
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	14,9	-27,4	5,8	-28,7	-32,0	-27,1	-21,0	3,0	6,0	6,0	8,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-12 369	-16 538	-2 603	-5 133	-488	-25	-214	-1 876	-1 669	-983	-1 139	-1 342
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-14 586	-19 531	572	-2 433	342	890	516	-1 176	-1 069	-283	-239	-842
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,7	-5,4	0,2	-0,7	-4,1	-2,5	-1,0	0,2	-0,3	-0,6	-0,8	-0,7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,0	-3,9	-6,0	-7,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,3	3,3	3,7	3,6	3,5	3,1	2,1	1,9	2,3
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,7	2,4	3,6	3,5	3,5	3,7	2,5	2,0	2,1	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,4	-0,1	4,9	4,2	2,3	2,1	-1,1	-0,9	0,7	0,9
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	5,2	4,0	17,5	14,4	10,7	5,2	4,0	3,7	3,6	4,0
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	5,1	3,3	19,4	15,9	11,2	5,1	2,6	2,3	2,6	3,3
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	3,9	4,0	34,5	26,8	16,9	3,9	-0,1	0,3	1,7	4,0
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,15	2,86	3,45	3,27	2,96	2,93	2,91	2,92	2,84	2,77
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,31	3,90	4,50	4,45	4,19	4,10	3,98	3,93	3,87	3,82
Stopa referencyjna ^a	%	5,00	5,00	3,50	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	5,00	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,38	4,18	4,83	4,44	4,17	4,07	4,02	4,00	4,19	4,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,53	4,29	4,75	4,81	4,32	4,25	4,25	4,10	4,30	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,24	5,20	5,26	5,46	5,02	5,22	5,20	5,05	5,20	5,35
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,69	5,70	5,50	5,85	5,63	5,80	5,72	5,65	5,70	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,12	6,03	5,86	6,27	6,16	6,20	6,10	6,00	6,00	6,00

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 09.09.2009 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

